

价值严重被低估，多项业务处于景气周期

特变电工 (600089)

特变电工：公司多项业务处于景气周期，但价值严重被低估

公司产业链条完善，业务横跨输变电设备、新能源、传统能源等领域。当前公司 PE 估值对应 2022 年、2023 年均低于 10 倍，但多项业务均处于上升通道，价值严重被低估。2021 年，公司新能源业务营收占比 32.74%，输变电业务营收占比 32.64%，煤炭业营收占比 15.45%，输变电（变压器、电线电缆等）、新能源、煤炭构成公司前三大主营业务。2022 年硅料、煤炭景气度均高于 2021 年，且景气周期长度预计超预期；公司是特高压变压器龙头企业预计 2022H2 逐步开始大量订单落地，本轮特高压景气周期也将在 2022 年 Q4 启动。

2022 年硅料市占率跃居行业第二，步入高速成长期

公司建立起了由新特能源等为核心的新能源业务体系，我们看好公司新能源业务体系中多晶硅料业务在行业中的龙头地位以及长期成长性。2021 年底，公司硅料产能 7.6 万吨，行业内市占率 9%，预计 2022 年底，公司硅料产能将达到 20 万吨，仅次于通威 34.2 万吨，市占率 15%，跃居行业第二。2023-2025 年，预计每年新增 10 万吨产能。根据新特能源目前的硅料长单签约情况统计，公司与隆基、晶澳、上机、高景、双良签约长单累计超 85 万吨，2021-2026 年均供应量 17 万吨，出货具备较强保障。

煤炭业务量利齐升，露天矿开采成本低盈利弹性大

公司煤炭储量丰富，露天煤矿开采成本低。公司在准东地区煤炭储量约 120 亿吨；截至 2021 年底，公司南露天煤矿产能达到 3000 万吨/年、将军戈壁二号露天煤矿产能达到 2000 万吨/年。公司露天煤矿煤炭储量大，综合剥采比低，同时具有输煤廊道、铁路专用线、装车站台等配套优势，具有较强的市场竞争力。目前动力煤价格仍处于高位，我们预计，2022 年公司煤炭售价相对 2021 年提升 20% 以上，公司 2022-2024 年煤炭产量预计均为 6000 万吨。

受益新型电力系统建设，输变电业务有望迎来快速发展

公司是我国输变电行业的龙头企业，产品主要分为变压器和电线电缆两大类。变压器业务是公司输变电业务的主体，公司变压器十多年前公司已位居全国第一，目前产能位居全球第一。公司与国内两家主要竞争对手中国西电、保变电气相比，市场份额保持稳定，毛利率整体也高于竞争对手。

公司在特高压直流、柔性直流装备研发领域有丰富经验积累，有望充分受益新一轮特高压建设。我们认为，随着电网投资总规模的提升以及电网客户近年来对品质重视程度的提高，公司变压器业务有望进入新一轮成长周期。

盈利预测及投资建议：我们预计 2022-2024 年公司分别实现营业收入 704.50/778.70/902.93 亿元，实现归母净利润 135.50/138.96/152.55 亿元，对应当前 PE 估值 7.1/6.9/6.3 倍，市场对其价值认知不足，预期差大，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：多晶硅、煤炭价格大幅下跌；电网投资不及预期；光伏行业装机不及预期；宏观经济波动。

首次评级

买入

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

SAC 执证编号：S1440521100008

发布日期：2022 年 06 月 12 日

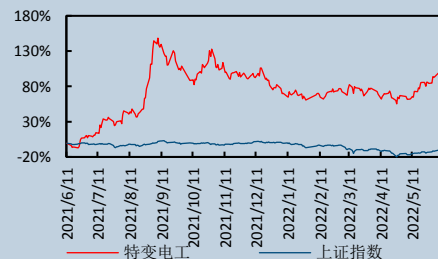
当前股价：25.48 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
34.39/26.19	24.6/24.94	121.76/130.79
12 月最高/最低价 (元)		29.96/10.73
总股本 (万股)		379,011.13
流通 A 股 (万股)		379,011.13
总市值 (亿元)		965.72
流通市值 (亿元)		965.72
近 3 月日均成交量 (万股)		7,244.35
主要股东		
新疆特变电工集团有限公司		11.79%

股价表现



相关研究报告

目录

一、公司简介：输变电设备龙头，新能源、传统能源齐发力.....	1
1.1 公司主营业务由输变电、新能源和能源业务构成.....	1
1.2 股权较为分散，管理层均有持股	3
二、硅料高盈利叠加扩产持续，煤炭、变压器业务均处景气周期.....	4
2.1 2022 年新特硅料市占率跃居行业第二，步入高速成长期.....	4
2.2 煤炭业务量利齐升，露天矿开采成本低盈利弹性大.....	6
2.3 受益新型电力系统建设，输变电业务有望迎来快速发展.....	8
三、盈利预测	11
风险提示	12

图表目录

图表 1： 发展历程：从小型电线电缆厂到横跨输电设备、新能源、能源产业的优质龙头.....	1
图表 2： 近年公司主营业务收入构成	1
图表 3： 输变电、新能源、煤炭构成公司前三大主营业务.....	1
图表 4： 公司营业收入近年来稳步增长	2
图表 5： 公司归母净利润 2021 年实现大幅增长.....	2
图表 6： 近三年毛利率逐步提升	2
图表 7： 2021 年公司新能源、煤炭业务毛利率大幅增长.....	2
图表 8： 资产负债率稳步走低	3
图表 9： 公司期间费用率处合理水平	3
图表 10： 公司实控人张新间接持股 5.28%； 第一大股东新疆特变电工集团有限公司持股 11.79%	3
图表 11： 公司业务主要由输变电服务、新能源业务、能源业务三部分构成.....	4
图表 12： 2021 年硅料行业 CR5 为 74.7%.....	5
图表 13： 预计 2022 年底硅料行业 CR5 为 81.7%.....	5
图表 14： 公司扩产积极，预计 2022-2024 年每年有 10 万吨新增产能投放	5
图表 15： 2022-2024 年公司硅料产量步入高速成长期	6
图表 16： 新特能源大量硅料在手长单，出货保障性强.....	6
图表 17： 近年来公司煤炭业务量利齐升	7
图表 18： 公司南露天煤矿及将军戈壁二号露天煤矿总产能 5000 万吨.....	7
图表 19： 动力煤价格仍处高位（元/吨）	8
图表 20： 输变电业务收入、毛利占比占比近年来有所下滑（单位：亿元）	8
图表 21： 变压器业务营业收入稳定，毛利率近年有所下滑.....	9
图表 22： 公司在国内变压器市场市场份额稳定（亿元）	9
图表 23： 公司毛利率整体高于国内竞争对手	9
图表 24： 预计“十四五”两网年均电网投资额将超过 6500 亿元.....	10
图表 25： 公司分业务盈利预测	11

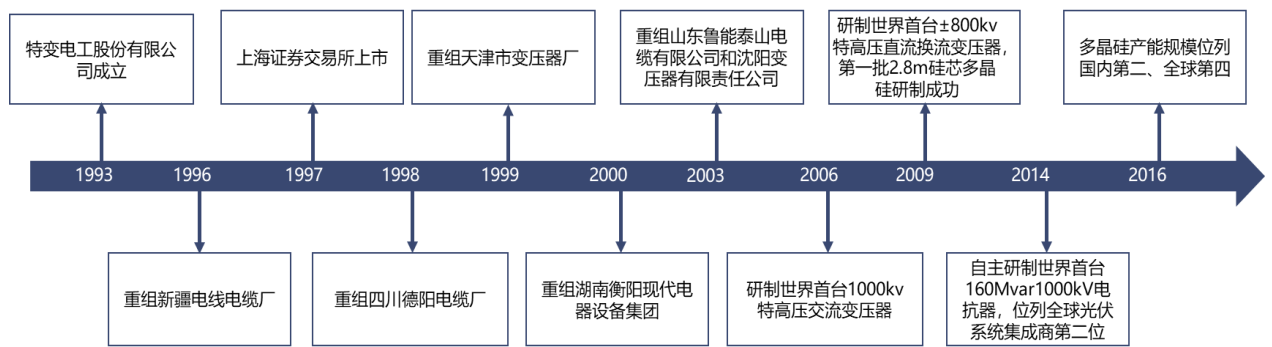
一、公司简介：输变电设备龙头，新能源、传统能源齐发力

1.1 公司主营业务由输变电、新能源和能源业务构成

特变电工成立于 1993 年，于 1997 年在上海证券交易所上市，是中国变压器行业首家上市公司。上市后公司在 1996 年到 2003 年间分别重组了新疆电线电缆厂、四川德阳电缆厂、天津市变压器厂、湖南衡阳现代电器设备集团、山东鲁能泰山电缆有限公司以及沈阳变压器有限责任公司，在输变电设备领域确立了龙头地位。

目前，特变电工是中国重大装备制造业的核心骨干企业，公司业务主要由输变电业务、新能源业务和传统能源业务三部分构成，是中国重要的变压器、电线电缆、高压电子铝箔新材料、太阳能系统工程实施及太阳能核心控制部件的研发、制造和出口企业。

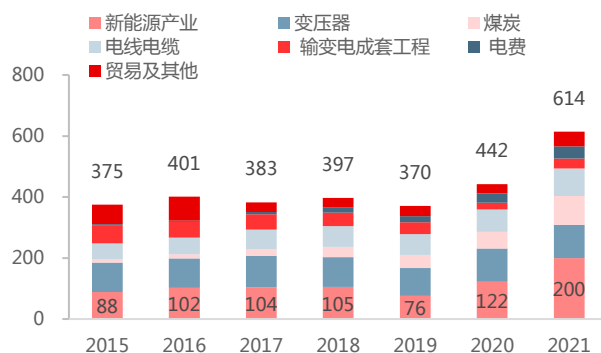
图表1：发展历程：从小型电线电缆厂到横跨输变电设备、新能源、能源产业的优质龙头



资料来源：公司公告，中信建投

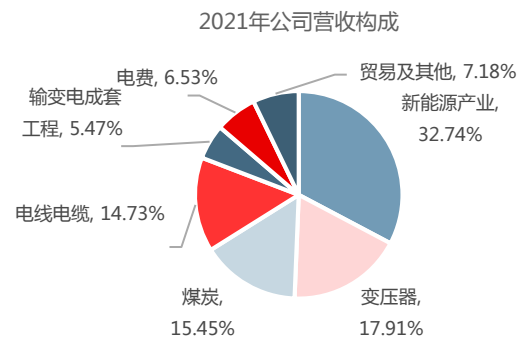
输变电、新能源、煤炭业务构成公司前三大主营业务。2021 年，公司新能源业务营收占比 32.74%，变压器业务营收占比 17.91%，煤炭业营收占比 15.45%，电线电缆业务营收占比 14.73%，输变电成套工程营收占比 5.47%，输变电（变压器、电线电缆等）、新能源、煤炭构成公司前三大主营业务。

图表2：近年公司主营业务收入构成



资料来源：公司公告，中信建投，单位：亿元

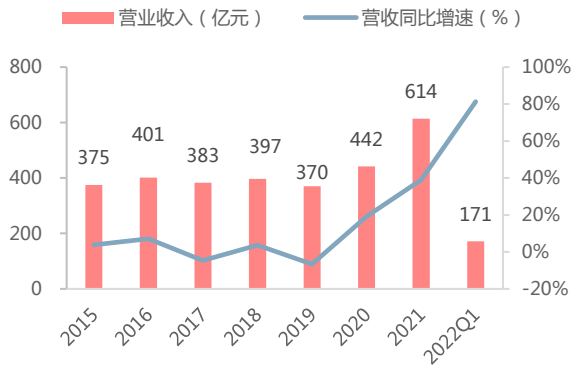
图表3：输变电、新能源、煤炭构成公司前三大主营业务



资料来源：公司公告，中信建投

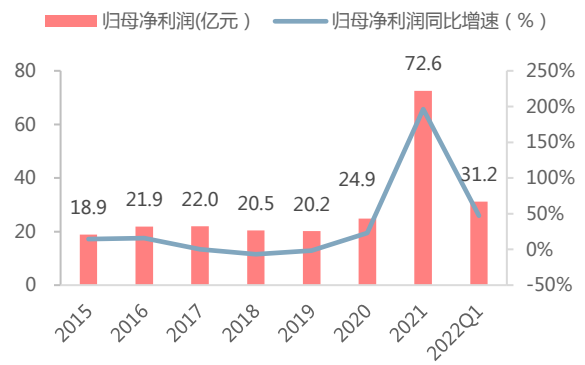
近年来，公司营收稳步增长，2021 年净利体量实现稳步大幅增长。受益于多晶硅价格上涨及销量增加、新能源自营电站发电量增加、煤炭价格上涨及销量增加，2021 年公司实现营业收入 613.71 亿元，同比增长 38.96%；实现归母净利润 72.55 亿元，同比增长 196.34%；2022 年一季度，公司实现营业收入 171.39 亿元，同比增长 81.28%；归母净利润 31.22 万元，同比增长 47.28%。

图表4： 公司营业收入近年来稳步增长



资料来源：公司公告，中信建投

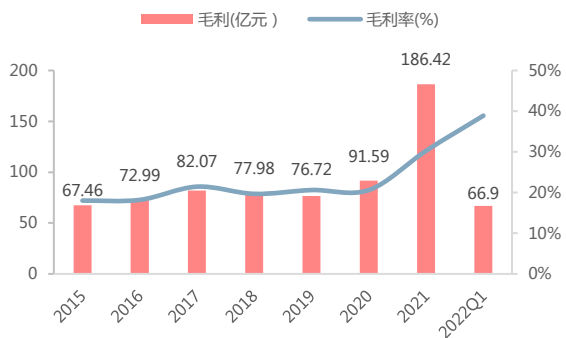
图表5： 公司归母净利润 2021 年实现大幅增长



资料来源：公司公告，中信建投

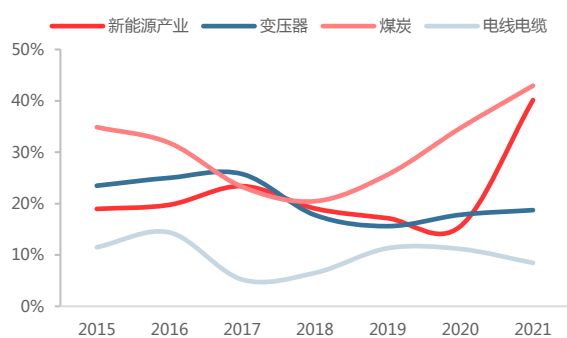
2021 年多晶硅和煤炭价格大涨带来公司整体毛利率大幅提升。2020 年及以前，公司毛利率稳定在 20% 左右；2021 年毛利率提升至 30.27%，相较 2020 年提升 9.66pct，2022Q1 毛利率 38.89%，较 2021Q1 提升 12.61pct。公司整体毛利率的提升主要依靠新能源业务和煤炭业务毛利率提升拉动，2021 年，公司新能源业务毛利率 40.14%，同比提升 24.59pct；煤炭业务毛利率 42.94%，同比提升 8.25pct；公司其他业务毛利率相对比较稳定。

图表6： 近三年毛利率逐步提升



资料来源：公司公告，中信建投

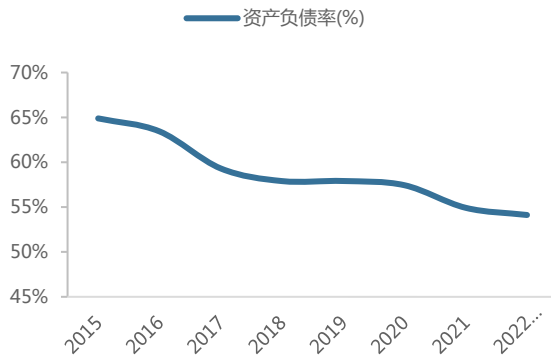
图表7： 2021 年公司新能源、煤炭业务毛利率大幅增长



资料来源：公司公告，中信建投

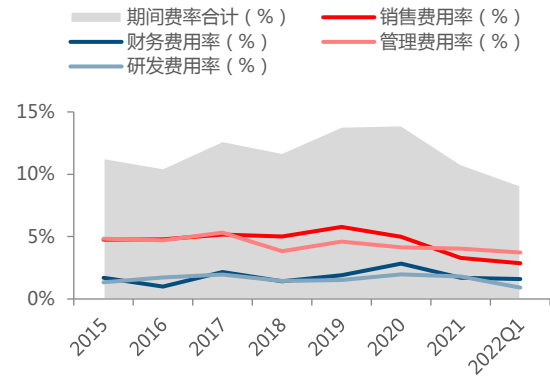
资产负债率逐年降低，财务费用较低，期间费用率保持平稳下降趋势。截至 2022 年一季度末，公司资产负债率为 54.12%，为 2015 年以来最低水平。期间费用率方面，财务费用率一直处于较低水平，公司整体期间费用呈现逐步下降，近两年稳定在 10% 左右。

图表8：资产负债率稳步走低



资料来源：公司公告，中信建投

图表9：公司期间费用率处合理水平

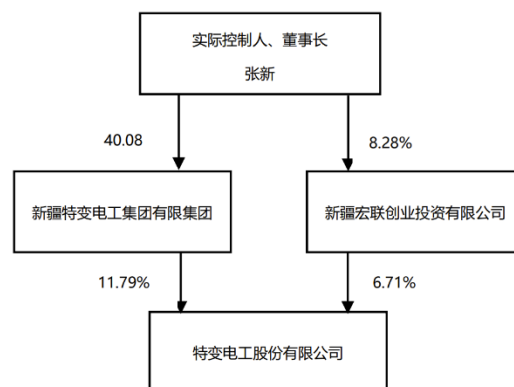


资料来源：公司公告，中信建投

1.2 股权较为分散，管理层均有持股

截至 2022Q1，公司董事长、实控人张新间接持股 5.28%；第一大股东新疆特变电工集团有限公司持股 11.79%；公司管理层均有持股。

图表10：公司实控人张新间接持股 5.28%；第一大股东新疆特变电工集团有限公司持股 11.79%



资料来源：公司公告，中信建投

二、硅料高盈利叠加扩产持续，煤炭、变压器业务均处景气周期

公司产业链条完善，业务横跨输变电设备、新能源、传统能源等领域。产业链联动使得公司各个环节的产品和业务相互影响，在整体上促进公司品牌效应的扩散，通过一体化管理促进系统资源优化配置，公司完整的业务体系优势进一步凸显。

公司输变电业务具有较强的研发、设计能力，形成了较为完整的输变电设备生产、研发、销售体系。新能源产业与能源产业形成了“煤电硅”循环经济绿色环保产业链。在新能源系统集成业务领域，凭借多年积累的风光电站建设及运维经验，公司加大了新能源 BOO 电站开发力度，为公司带来了长期稳定的收益。

图表11：公司业务主要由输变电服务、新能源业务、能源业务三部分构成

业务板块		主要产品及服务	主要生产公司
输变电服务	变压器	直流换流变压器和平波电抗器	特变电工沈阳变压器集团有限公司 特变电工衡阳变压器有限公司 特变电工股份有限公司新疆变压器厂
		交流电力变压器和电抗器	
		油浸式配电变压器	
		特种变压器	
		干式变压器	天津市特变电工变压器有限公司
	电线电缆	500kV及以下电力电缆	特变电工山东鲁能泰山电缆有限公司 特变电工（德阳）电缆股份有限公司 特变电工股份有限公司新疆线缆厂
		导线	
控制电缆			
国际成套系统集成	国际输变电项目成套工程建设	特变电工	
新能源业务	多晶硅生产	新特能源股份有限公司	
	工程建设承包（EPC、BT）		
	逆变器生产 风电、光伏电站运营（BPP）		
能源业务	煤炭 电力及热力生产与供应	新疆天池能源有限公司	

资料来源：公司公告，中信建投

2.1 2022 年新特硅料市占率跃居行业第二，步入高速成长期

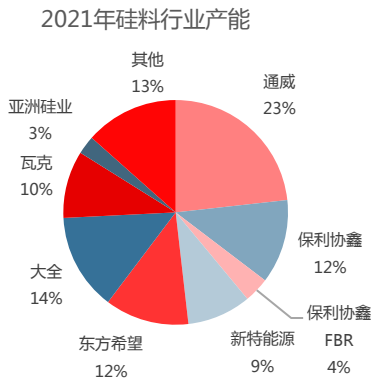
公司建立起了由新特能源等为核心的新能源业务体系，主营多晶硅、逆变器的生产与销售，为光伏、风能电站提供设计、建设、调试及运维等全面的能源解决方案及风电、光伏电站的运营，形成了较为完整的新能源

业务链。

我们看好公司新能源业务体系中多晶硅料业务在行业中的龙头地位以及长期成长性。

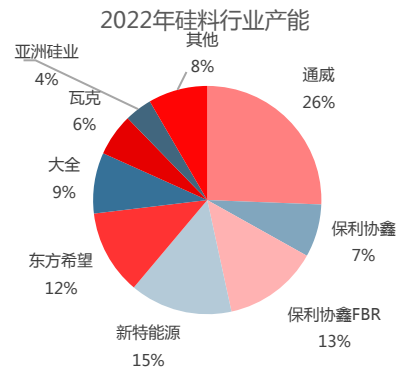
国内一线硅料企业主要包括通威、大全、东方希望、保利协鑫、新特能源，2020-2021 年 CR5 分别为 71.3%、74.8%，2021 年底，各家企业产能分别为 19.2、11.5、10、10、7.6 万吨，公司子公司新特能源（特变电工持股 66.61%）在行业内市占率 9%；根据各公司产能扩建规划，2022 年末子公司新特产能将达到 20 万吨，仅次于通威的 34.2 万吨，市占率提升至 15%，跃居行业第二。

图表12： 2021 年硅料行业 CR5 为 74.7%



资料来源：PV-infolink，中信建投

图表13： 预计 2022 年底硅料行业 CR5 为 81.7%



资料来源：PV-infolink，中信建投

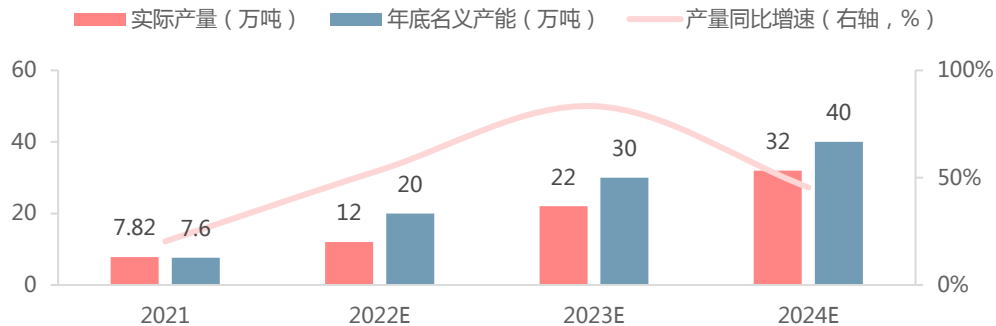
截至 2021 年底，新特能源硅料产能 7.6 万吨/年，截至 2022 年 5 月底，公司多晶硅项目完成技改，产能提升至 10 万吨/年。2022 年下半年，公司包头一期项目将投产，预计四季度可实现满产，2022 年底，公司产能可达 20 万吨/年，2023、2024 年，均陆续有新建产能投放。

图表14： 公司扩产积极，预计 2022-2024 年每年有 10 万吨新增产能投放

产能基地	规划项目	产能情况（万吨/年）	投产时间
新疆乌鲁木齐	老产能+技改	10	已投产
内蒙古包头	包头一期	10	预计 2022 年 7 月前
	包头二期	10	筹备中
新疆准东	准东一期	10	预计 2023 年 6 月投产
	准东二期	10	筹备中
产能合计		50	-

资料来源：公司公告，中信建投

图表15： 2022-2024 年公司硅料产量步入高速成长期



资料来源：公司公告，中信建投

根据新特能源目前的硅料长单签约情况统计，公司与隆基、晶澳、上机、高景、双良签约长单累计超 85 万吨，2021-2026 年均供应量 17.06 万吨，出货具备较强保障。

图表16： 新特能源大量硅料在手长单，出货保障性强

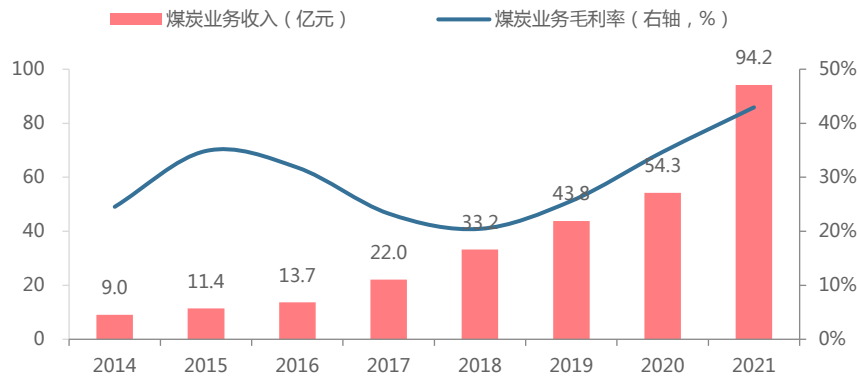
客户名称	签约日期	期限	供应总量 (万吨)	年均供应量 (万吨)
隆基股份	2020/12	2021 年 1 月-2025 年 12 月	27	5.40
晶澳	2020/9	2020 年 10 月-2025 年 12 月	9.72	1.85
上机	2021/1	2021 年 1 月-2025 年 12 月	7.04	1.41
高景太阳能	2021/3	2021 年 7 月-2025 年 12 月	15.24	3.39
晶澳	2021/4	2022 年 4 月-2026 年 12 月	18.1	3.68
双良节能	2021/9	2022 年 1 月-2026 年 12 月	8.22	1.64
2021-2026 年订单合计			85.32	17.06

资料来源：公司公告，中信建投

2.2 煤炭业务量利齐升，露天矿开采成本低盈利弹性大

公司煤炭业务主要由控股子公司天池能源公司负责经营，特变电工持有天池能源 85.78% 股权。公司煤炭矿区位于新疆准东经济技术开发区，是国家确定的第十四个大型煤炭基地的重要组成部分，也是我国最大的整装煤田。

近年来，公司煤炭业务量利齐升，2021 年迎来大幅增长。2021 年公司煤炭业务营收 94.22 亿元，同比增长 73.6%；煤炭业务毛利 40.45 亿元，同比增长 67.67%，毛利率 42.94%，比 2020 年同期提升 8.25pct；产量超 5000 万吨。

图表17： 近年来公司煤炭业务量利齐升


资料来源：公司公告，中信建投

公司煤炭储量丰富，露天煤矿开采成本低。公司在准东地区煤炭储量约 120 亿吨；煤炭热值 4400-4600 千卡/公斤。截至 2021 年底，公司南露天煤矿产能达到 3000 万吨/年、将军戈壁二号露天煤矿产能达到 2000 万吨/年。公司露天煤矿煤炭储量大，综合剥采比低，同时具有输煤廊道、铁路专用线、装车站台等配套优势，具有较强的市场竞争力。

图表18： 公司南露天煤矿及将军戈壁二号露天煤矿总产能 5000 万吨

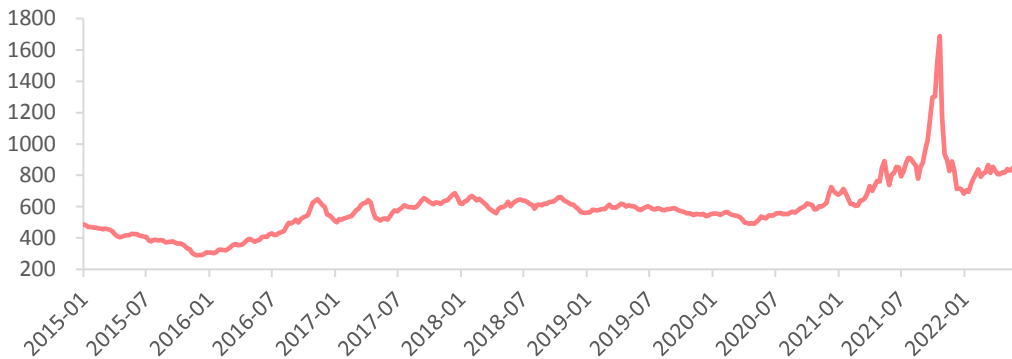
	产能 (万吨/年)	项目核准时间	其他
南露天煤矿	3000	2012 年 4 月	国家核准的自治区首个千万吨级露天煤矿项目
将军戈壁二号露天煤矿	2000	2017 年 5 月	为新疆“新煤东运”、“新电东送”优势资源转换战略的实施提供煤炭资源的保障项目

资料来源：公司公告，中信建投

新疆煤炭价格与内地煤炭价格关联性弱。公司天池能源煤矿地处于新疆准东地区，公司所产煤主要以电煤为主，主要与疆内各大发电企业签订长单方式销售，准东煤炭受制于交通距离远和运力限制，主要在新疆地区销售，价格较低。

2019-2021 年上半年，公司煤炭价格在 95-115 元/吨波动，公司煤炭基本不外销新疆以外地区；2021 年公司煤炭产销超 5000 万吨，煤炭均价 140 元/吨左右，2021 年下半年以来，煤炭价格大幅提升，高价位延续至 2022 年，目前动力煤价格仍处于高位，我们预计，2022 年公司煤炭售价相对 2021 年提升 20% 以上，公司 2022-2024 年煤炭产量预计均为 6000 万吨。

图表19： 动力煤价格仍处高位（元/吨）



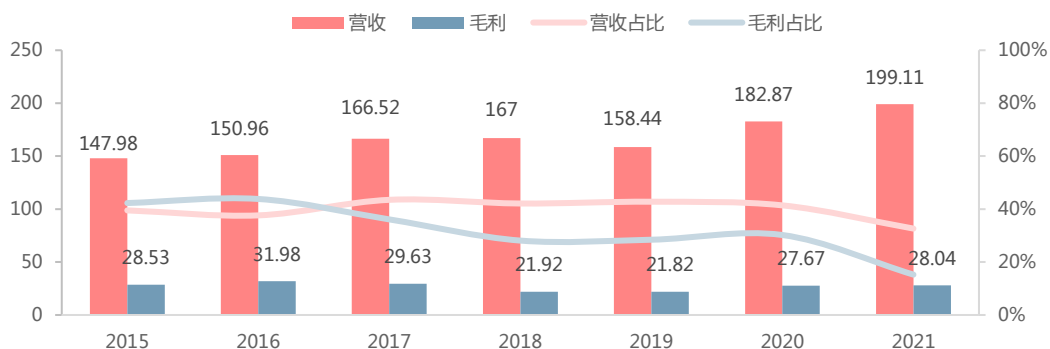
资料来源: wind, 中信建投

2.3 受益新型电力系统建设，输变电业务有望迎来快速发展

公司是我国输变电行业的龙头企业，产品主要分为变压器和电线电缆两大类。公司变压器产业目前在超、特高压交直流输变电，大型水电及核电等关键输变电设备研制方面已达到世界领先水平；线缆产业具备生产1000kV及以下扩径导线、500kV及以下交联电缆及电缆附件的能力。2021年，公司输变电业务国内签约近266亿元，变压器产品实现产量2.30亿kVA。

输变电制造业务总体营收由2015年的147.98亿元增长至199.11亿元，占总收入比例由39.51%下降至32.64%；毛利方面，整体变动不大，2012年以来一直处于25亿上下，2021年毛利28.04亿元，毛利占比从2015年的42.29%下降至15.25%，公司输变电业务营收、毛利占比降低原因在于其他新能源及能源业务发展良好，增长较快，且输变电业务毛利率近年来有一定幅度下降。

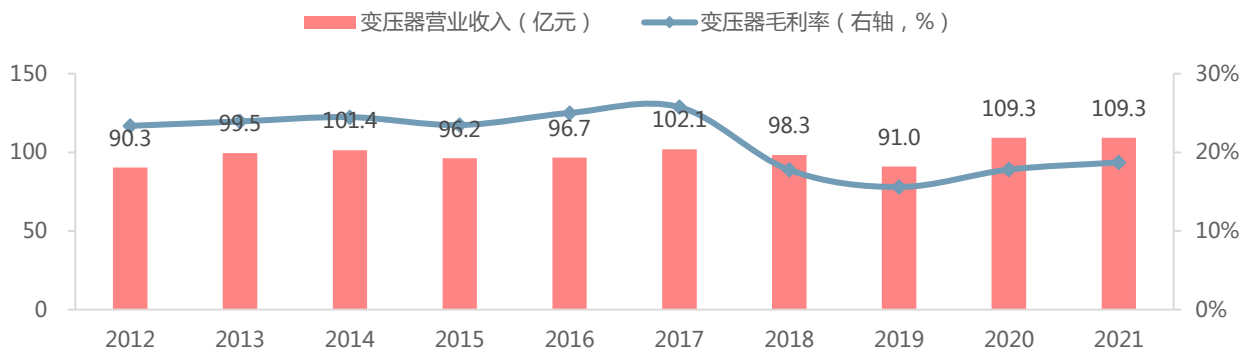
图表20： 输变电业务收入、毛利占比占比近年来有所下滑（单位：亿元）



资料来源: 公司公告, 中信建投

变压器业务是公司输变电业务的主体，公司变压器十多年前公司已位居全国第一，目前产能位居全球第一。2021年，公司变压器业务营业收入为109.26亿元，近几年整体增速较为缓慢，且受行业竞争激烈、原材料价格波动等影响，近年来毛利率较2019年以前也有所下降，处于历史低位。

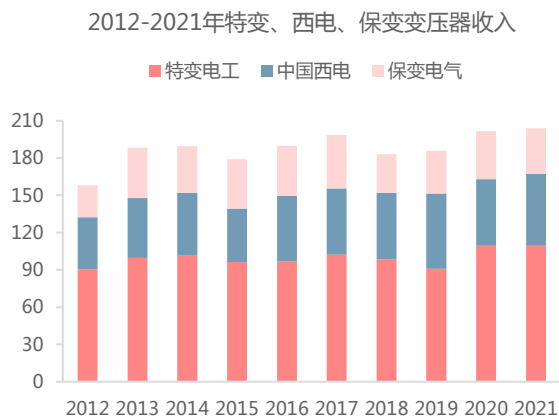
图表21： 变压器业务营业收入稳定，毛利率近年有所下滑



资料来源：公司公告，中信建投

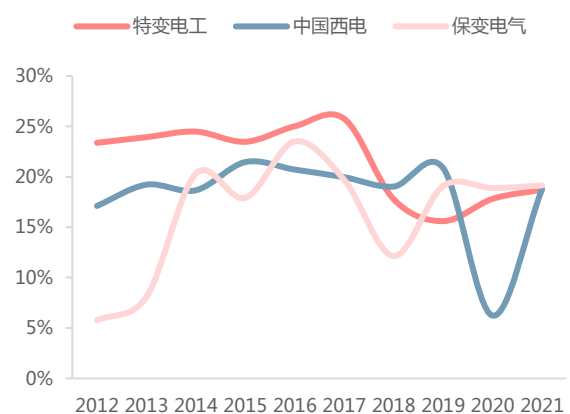
变压器领域，公司主要竞争对手包括中国西电、保变电气等国内知名变压器设备生产商以及 ABB、西门子等跨国企业，市场竞争激烈。近年来，公司与国内两家主要竞争对手中国西电、保变电气相比，市场份额保持稳定，毛利率整体也高于竞争对手。

图表22： 公司在国内变压器市场市场份额稳定 (亿元)



资料来源：公司公告，中信建投

图表23： 公司毛利率整体高于国内竞争对手



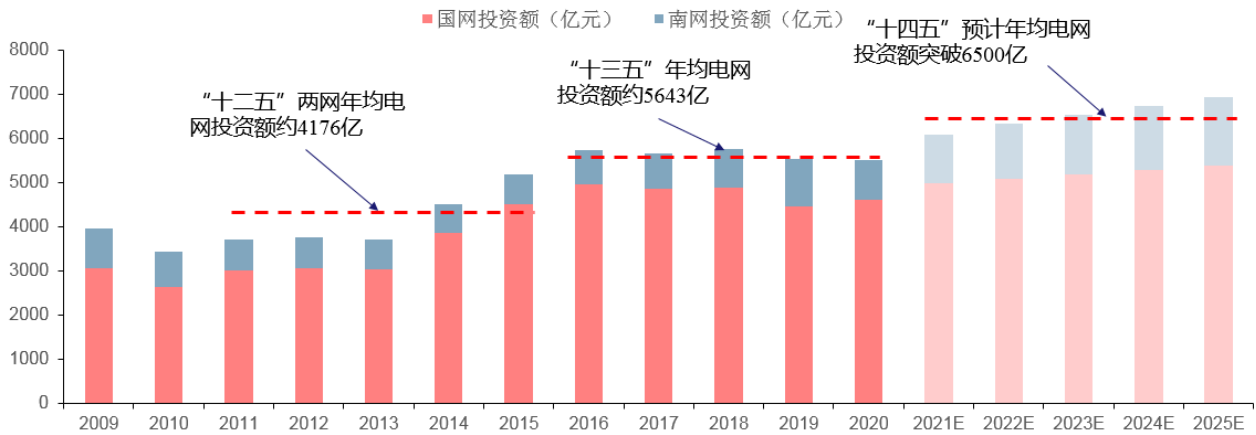
资料来源：公司公告，中信建投

我们认为，随着电网投资总规模的提升以及电网客户近年来对品质重视程度的提高，公司变压器业务有望进入新一轮成长周期。

从总量来看，国网、南网“十四五”总投资额约较“十三五”期间增长 15%左右。我们认为制约目前新能源大规模利用的关键因素仍是并网和送出问题，具体包括推动柔性互联主网架技术路线，新建直流受端以柔性直流为主，存量直流逐步实施柔性直流改造等，逐步构建“合理分区、柔性互联、安全可控、开放互济”的主网架形态。

我们看好直流及柔性直流在新一轮电网投资中的重要性，截至 2020 年年底，我国已建成 22 条特高压线路，其中交流 6 条、直流 16 条。直流特高压不但在数量上占据大部分，也是输送可再生能源的主力军，尤其是大型水电基地几乎全部通过直流外送，形成对交流输电的明显优势。

图表24： 预计“十四五”两网年均电网投资额将超过 6500 亿元



资料来源：国家电网、南方电网，中信建投

在特高压直流、柔性直流装备研发领域有丰富经验积累，有望充分受益新一轮特高压建设。公司初步建立了具有自主知识产权的特高压直流换流变压器研发及产业化平台，实现了一批核心技术和关键技术的重大突破。先后完成了±1100kV 和±800kV 换流变压器出线装置样机的研发，成功研制±800kV 干式直流套管并在青海-河南特高压直流工程挂网运行，打破了特高压直流换流变压器套管、出线装置等核心组部件依赖进口的局面，并在特高压直流装备研发和产业化方面积累了丰富经验。公司研制的特高压柔性直流换流阀解决了现有新能源电力无法远距离、大规模外送，仅能依靠与火电打捆外送或就地近距离消纳的瓶颈问题，首次将柔性直流技术从±350kV 提升到 800kV，开启了直流输电的新时代。

三、盈利预测

公司产业链条完善，业务横跨输变电设备、新能源、传统能源等领域。当前公司 PE 估值对应 2022 年、2023 年均低于 10 倍，但多项业务均处于上升通道，价值严重被低估。2021 年，公司新能源业务营收占比 32.74%，输变电业务营收占比 32.64%，煤炭业营收占比 15.45%，输变电（变压器、电线电缆等）、新能源、煤炭构成公司前三大主营业务。2022 年硅料、煤炭景气度均高于 2021 年，且景气周期长度预计超预期；公司是特高压变压器龙头公司预计 2022H2 逐步开始大量订单落地，本轮特高压景气周期也将在 2022 年 Q4 启动。

我们预计 2022-2024 年公司分别实现营业收入 704.50/778.70/902.93 亿元，实现归母净利润 135.50/138.96/152.55 亿元，对应当前 PE 估值 7.1/6.9/6.3 倍，市场对其价值认知不足，预期差大，首次覆盖给予“买入”评级。

图表25： 公司分业务盈利预测

业务类别	指标	单位	2021	2022E	2023E	2024E
硅料	出货	万吨	7.20	11.20	22.00	32.00
	含税销售均价	万元/吨	18.00	21.71	13.00	10.00
	营业收入	亿元	114.69	215.13	253.10	283.19
	单吨净利	万元/吨	8.01	10.67	5.53	3.70
	净利润（不含少数股东损益）	亿元	38.43	80.57	81.01	78.79
输变电	营业收入	亿元	230.00	260.00	286.00	371.80
	净利率	-	6%	6%	8%	10%
	净利润（不含少数股东损益）	亿元	12.80	14.82	21.74	35.32
煤炭	产量	万吨	6000	6000	6000	6000
	单价(不含税)	元/吨	155	168	159	151
	营业收入	亿元	93.00	100.50	95.48	90.70
	净利润（不含少数股东损益）	亿元	19.76	25.63	20.29	19.27
ECC	确认收入装机规模	MW	2000	2200	2420	2662
	销售均价（不含税）	元/W	3.90	3.90	4.00	3.70
	营业收入	亿元	78.00	85.80	96.80	98.49
	净利润（不含少数股东损益）	亿元	1.82	2.00	2.26	2.30
火电	装机容量	MW	2020	2020	2020	2020
	营业收入	亿元	27.41	27.71	27.71	27.71
	净利润（不含少数股东损益）	亿元	6.99	7.07	7.07	7.07
新能源发电	总装机容量	MW	2255	2855	3425	5025
	营业收入	亿元	17.49	19.35	23.61	35.04
	净利润（不含少数股东损益）	亿元	4.89	5.41	6.60	9.80
营业收入合计		亿元	613.71	704.50	778.70	902.93
归母净利润合计		亿元	72.55	135.50	138.96	152.55

资料来源：公司公告，中信建投

风险提示

多晶硅、煤炭价格大幅下跌；

电网投资不及预期；

光伏行业装机不及预期；

宏观经济波动。

分析师介绍

朱玥：中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，2016-2021 年任兴业证券电新团队首席分析师，2011-2015 年任《财经》新能源行业高级记者。专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，获 2020 年新财富评选第四名，金麒麟第三名，水晶球评选第三名。

研究助理

陈思同 chensitong@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B
 座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号
 南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务
 中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk